

CUADERNOS DE ECONOMÍA, VOL. 46 (NOVIEMBRE), PP. 161-182, 2009

LA MACROECONOMÍA Y LA CRISIS: ¿LA CRISIS DE LA MACROECONOMÍA?*

FRANCISCO ROSENDE
Pontificia Universidad Católica de Chile

The economic policies implemented in the U.S. economy and other industrial nations during the years preceding the recent financial crisis have been strongly criticized for being too “liberal” regarding the functioning and regulation of markets. There are also those who question the vision and responsibility of the regulatory bodies. Furthermore, the crisis triggered criticism from some economists—led by Nobel prize winner Paul Krugman—with respect to the research agenda followed in the field of macroeconomics during the past thirty years. Specifically, these critics affirm that the theories and models based on rational expectations were incapable of both predicting the crisis and offering solutions to it. This paper questions the above charges. It mentions that (based on the same theoretical approaches that are now being criticized) several articles have alerted about the risks that were brewing in the U.S. economy. If there is something to criticize, it would be the models based on the New Keynesian Synthesis which, just as some decades ago, largely trusted that the economic cycle could be tackled using simple rules of monetary policy.

JEL: E52, G01

Keywords: Política Monetaria, Crisis Financiera, Regla de Taylor

1. INTRODUCCIÓN

Una de las consecuencias de la severa crisis financiera que estalló en los Estados Unidos a mediados del 2008, expandiéndose a numerosas economías, ha sido un duro cuestionamiento al estado actual de la teoría económica. En particular, las principales críticas han recaído sobre la línea de trabajo que se configuró a partir de mediados de la década de los setenta, tras la irrupción de la “hipótesis de expectativas racionales”, impulsada por el premio Nobel de economía Robert

* Agradezco los valiosos comentarios de José Miguel Sánchez, Matías Tapia, Rodrigo Vergara y Felipe Zurita.

Email: frosende@faceapuc.cl

Lucas, Thomas Sargent y otros¹. Si bien estos cuestionamientos apuntan tanto a los desarrollos que han tenido lugar en el campo de la macroeconomía como en el área de la teoría de finanzas, este artículo se concentrará esencialmente en el primer aspecto. Discutiremos la validez de las críticas que se han realizado a la agenda de investigación en macroeconomía que se ha configurado en las últimas décadas, con especial referencia a la relevancia y efectividad de estos desarrollos para comprender y enfrentar los desafíos que ha planteado esta primera crisis financiera del siglo XXI.

Para el Premio Nobel 2008 Paul Krugman, uno de los más severos críticos de la línea de trabajo actualmente predominante en economía, los desarrollos observados en la investigación en macroeconomía en los últimos 30 años han sido “en el mejor de los casos inútiles, y en el peor, decididamente perjudiciales”². Críticas similares en su dureza han formulado el economista británico Willem Buiter³ y el profesor de la Universidad de Berkeley, Brad De Long.

Muchos de los cuestionamientos al estado actual de macroeconomía surgen de la hipótesis que la mayoría de sus líderes intelectuales habrían ignorado los desequilibrios que se estaban incubando en la economía norteamericana, arrastrando a las autoridades económicas a inspirarse en modelos errados, que dejaban de lado las variables financieras o bien asumían que en este sector prevalecía la disciplina impuesta por agentes racionales, ávidos de información y capaces de procesarla eficazmente. Por otro lado, también se critica la agenda de investigación seguida por las figuras más prominentes de la economía neoclásica, como Lucas, Prescott o Barro, ya que visualizan en ella un cierto desprecio hacia los efectos de las fluctuaciones económicas.

La dura crítica al estado actual del conocimiento en macroeconomía, y muy especialmente hacia la agenda de trabajo predominante en los últimos treinta años, puede explicarse —en parte— como una respuesta al ambiente triunfalista que prevalecía en el ámbito de la macroeconomía en la década pasada. En estos momentos, la Reserva Federal de Estados Unidos se congratulaba de la eficacia de sus políticas de estabilización, mientras los economistas de la academia se adjudicaban el mérito de haber diseñado el marco analítico que había dado lugar a “la Gran Moderación”⁴, concepto con el que se identificó un período de estabilidad en el crecimiento del producto, en un contexto de inflación baja.

Otra cara de este período de desempeño macroeconómico satisfactorio en las economías industrializadas —muy particularmente en los Estados Unidos— era el amplio reconocimiento a la destreza mostrada por el entonces mítico presidente de la Reserva Federal, Alan Greenspan, calificado como “Maestro”⁵ por su capacidad para adivinar los cambios en el entorno económico y reaccionar eficazmente a ellos.

¹ Una buena síntesis de esta línea de investigación se encuentra en Lucas y Sargent (1981).

² *The Economist* (18 de Julio de 2009), “*The other-worldly philosophers*”.

³ Al respecto véase Buiter (2009).

⁴ Al respecto véase, por ejemplo, Mankiw (2001) y Taylor (1999), entre otros.

⁵ Woodward (2001).

En la siguiente sección revisaremos cómo el desempeño observado por la economía norteamericana en la década de los noventa alimentó una gran confianza en la capacidad de atenuar fuertemente las fluctuaciones económicas a partir del uso inteligente de la política monetaria, lo que se identificó con las propuestas que surgían de la llamada Nueva Síntesis Keynesiana (NSK).

En la Sección 3 se describen las principales áreas de investigación en macroeconomía en las últimas décadas, de modo de analizar la validez de las acusaciones de pérdida de relevancia e incapacidad para ofrecer respuestas a un episodio de aguda crisis financiera, como el que han sufrido muchas economías en los últimos años. Finalmente, en la Sección 4 se analiza la acusación de que las teorías modernas no pudieron anticipar la crisis y tampoco tuvieron soluciones que ofrecer a la misma.

2. DE LA “GRAN MODERACIÓN” AL “GRAN DESCALABRO”

Para algunos economistas⁶, el éxito de la gestión de la política monetaria liderada por Greenspan se originaba en la aplicación de una regla implícita de respuesta de la tasa de política monetaria (TPM) a las desviaciones de la inflación respecto a un objetivo —también implícito, del orden de 2%— y a los movimientos de la “brecha de producto”, variable que anticipaba presiones inflacionarias en el futuro. Este optimismo se expresa con elocuencia en Ball y Tchaidze (2002), quienes plantean haber establecido formalmente la regla de movimiento de la TPM seguida por Greenspan: “*Thus the Fed’s success in the 1990’s appears the result from a simple rule that could be replicated by future policymakers, even if they do not possess Alan Greenspan’s special skills. This is a good news for the 21st century*”.

Por el contrario, para el propio Greenspan, el uso de tales reglas de política monetaria —identificadas como “reglas de Taylor”— no era de gran utilidad en el diseño de política monetaria, debido a los frecuentes cambios del entorno en que ella se inserta. Tampoco sería adecuado para describir las complejidades asociadas a la administración de la política monetaria los supuestos de linealidad de las funciones implícitos en tales reglas, en tanto que su utilización práctica involucraría requerimientos de información que en general no se cumplen⁷. Para Greenspan, la estrategia de política monetaria más apropiada era una sin reglas —ni explícitas ni implícitas— con un claro propósito de sostener un cuadro de baja inflación, pero al mismo tiempo atenta a reaccionar frente a la aparición de escenarios de alto riesgo potencial para la economía, aun cuando su probabilidad de ocurrencia fuera baja. Esta estrategia la definió como de “manejo de riesgos”⁸.

⁶ Al respecto véase Taylor (1993) y Clarida, Gali y Gertler (1999).

⁷ Por ejemplo, la estimación de la “brecha de producto” tiene gran importancia dentro de tales reglas, sin embargo, la información relativa al comportamiento de este indicador sólo se puede obtener con un rezago significativo.

⁸ Ciertamente, esta perspectiva “discrecional” de la política monetaria, en un contexto intelectual en el que prevalecía la preferencia por “reglas”, sólo se pudo sostener por la eficacia que mostraba la estrategia de Greenspan. Por otro lado, era curioso constatar que —como se indicó— importantes estudios identificaron la gestión de política monetaria de Greenspan “como si” estuviera siguiendo una regla de Taylor.

Durante la prolongada gestión de Alan Greenspan a la cabeza de la Reserva Federal, se produjeron importantes cambios en la economía mundial, que hicieron particularmente complejo el ejercicio de administración de la política monetaria. Dentro de éstos cabe mencionar el desplome del comunismo, fenómeno que más tarde llevó a la fuerte integración de las economías que configuraban el bloque soviético al comercio mundial. Paralelamente, India y China se fueron convirtiendo en determinantes importantes del comercio mundial. En el ámbito de las finanzas se desarrollaron nuevos productos dirigidos a diversificar el riesgo, los que rápidamente fueron acogidos e implementados por un dinámico mercado financiero. En particular, el desarrollo de nuevas formas de distribución del riesgo, a través del uso de derivados financieros, posibilitó una fuerte expansión de las operaciones fuera del sistema bancario, aunque la identificación misma del riesgo para cada uno de los productos que se fueron configurando en el proceso de descomposición y transferencia de éste, se hizo cada vez más compleja.

Mientras el colapso del sistema comunista parecía despejar la discusión relativa a los caminos a seguir para el desarrollo, la estabilidad que observaban las economías industrializadas sugería que finalmente la macroeconomía había logrado aprender lo suficiente como para dar término a los ciclos económicos. Para el propio Greenspan (2004), la mayor estabilidad observada por la economía norteamericana en los años 1990, podía adjudicarse, al menos en parte, a los efectos de una menor inflación.

Por último, el fuerte dinamismo de la actividad financiera en los Estados Unidos —mientras el añejo sistema financiero japonés se arrastraba en una larga agonía— se interpretó como el reflejo de la creatividad y eficacia de una economía libre para producir herramientas eficaces de estabilización del consumo e incluso del producto. De hecho, no parecía aventurado suponer que una de las causas de la mayor estabilidad que mostraba la economía norteamericana era el desarrollo financiero mismo.

No obstante la confianza intelectual en el rumbo que estaba siguiendo la economía norteamericana, y por extensión, en las contribuciones académicas detrás de dichos desarrollos, algunos hechos levantaron sospechas respecto de la solidez de estos avances. Por un lado, en su momento fue muy destacada la preocupación manifestada por el propio Greenspan respecto a la “exuberancia irracional” que percibía en los mercados —particularmente en el bursátil y financiero— en determinados momentos. De hecho, en más de una ocasión el precio de las acciones parecía desanclarse de sus fundamentos, lo que motivó la preocupación de las autoridades. Sin embargo, existían razones para justificar que buena parte del crecimiento en el precio de estos activos podía explicarse por las ganancias de eficiencia asociadas a la expansión del comercio mundial y el desarrollo tecnológico. Pero eventualmente, también cabía la posibilidad de que una de las causas de este fenómeno fuese la misma política monetaria.

Por otro lado, es interesante señalar que en la segunda mitad de los años 1990 tuvieron lugar algunos episodios que en la práctica fueron configurando una cierta “doctrina” de la Reserva Federal respecto de las situaciones de turbulencia financiera y también de las crisis del mercado bursátil. Dentro de éstos cabe destacar

la crisis del *hedge fund* “*Long Term Capital Management (LTCM)*” —liderado por los premios Nobel de economía Myron Scholes y Robert Merton, quienes habían inspirado la gestión del mismo en complejos modelos de evaluación de riesgo. Dada la importancia de LTCM, su colapso hizo necesaria la intervención de la Reserva Federal para impedir alteraciones mayores en el funcionamiento de los mercados y al tiempo abrió ciertas interrogantes respecto al grado de control y conocimiento del riesgo que tenían las autoridades y el mercado respecto de las diferentes instituciones.

Desde luego, esta apreciación de los niveles de riesgo con los que estaba funcionando el sistema financiero no es ajena a los incentivos que al respecto fue configurando la propia Reserva Federal con sus intervenciones: tras el mencionado colapso de LTCM, con su respuesta al desplome registrado por el precio de las acciones de las empresas tecnológica (denominadas como las “*punto.com*”) o los efectos que ocasionó en los mercados internacionales la crisis financiera rusa de 1998. La aparente configuración de un problema de riesgo moral a nivel macroeconómico fue denominada como “la *Greenspan put*”.

En este período de cierto triunfalismo respecto a los progresos alcanzados en el ámbito de la teoría y política monetaria por un lado, y el desarrollo financiero por otro, hubo voces disonantes. Dentro de éstas cabe destacar la del entonces Economista Jefe del Fondo Monetario Internacional⁹, Raghuram Rajan quien, en la misma conferencia en homenaje a Alan Greenspan realizada en *Jackson Hole* el año 2005, advirtió respecto de los riesgos que se estaban incubando en un mercado financiero proclive a la adopción de conductas riesgosas y alimentado por una política monetaria expansiva.

Si bien la opinión predominante en el diseño de política monetaria durante los años 1990 y comienzos de la presente década era favorable a la adopción de algún tipo de regla de Taylor, lo que llevaba a desestimar la utilización de los agregados monetarios e indicadores de crédito en este ejercicio, algunos estudios advirtieron las limitaciones del enfoque vigente¹⁰. En el plano de la administración de la política monetaria propiamente tal, es interesante mencionar las investigaciones realizadas por el economista británico Charles Goodhart, quien advierte que muchas de las conclusiones que se están tomando como válidas en diferentes países corresponden a resultados de investigaciones realizadas para la economía norteamericana, la que tiene características muy peculiares que no se encuentran —en general— en otras economías. Así, tras evaluar económicamente los determinantes de la inflación en diferentes economías industrializadas, concluye que sería aconsejable poner un mayor énfasis en el comportamiento de los agregados monetarios y en el precio de los activos, los que en este contexto podrían ser un buen indicador líder de las presiones inflacionarias futuras¹¹.

⁹ Actualmente profesor de la *Booth Graduate School of Business* de la Universidad de Chicago.

¹⁰ Al respecto véanse Alvarez, Lucas y Weber (2001) y Cochrane (2007).

¹¹ Con relación a este punto véanse Goodhart y Hofman (2000 y 2002).

No obstante la presencia de algunas voces disidentes al “nuevo consenso” en política monetaria, la visión predominante, basada en la aplicación de la NSK, se mantuvo incólume hasta la irrupción de la crisis financiera.

3. LA AGENDA DE TRABAJO EN MACROECONOMÍA

La cuestionada agenda de investigación en macroeconomía de los últimos treinta años estuvo marcada, fundamentalmente, por tres grandes temas: a) el estudio de las causas del crecimiento económico; b) la búsqueda de un mayor grado de rigor en la formulación de las teorías disponibles y; c) el diseño de reglas óptimas de política monetaria.

Ciertamente esta clasificación reduce y simplifica la descripción de los grandes temas que concentraron el trabajo de investigación en esta área, pero parece adecuada para examinar los cuestionamientos, que en términos igualmente generales, se han formulado hacia la agenda de trabajo predominante en macroeconomía.

3.1 ¿Crecimiento Económico vs. Ciclos?

El tema del crecimiento económico alcanzó importancia a partir de mediados de los años 1970, como resultado de las investigaciones lideradas por Paul Romer¹² y Robert Lucas¹³. Éstas apuntaron a establecer un marco analítico adecuado para entender sus determinantes, tras constatar como un grupo de economías — fundamentalmente las economías del sudeste asiático y, más tarde, China— desafiaba las predicciones de las teorías disponibles al experimentar significativos aumentos en sus niveles de producto por habitante por varias décadas consecutivas.

La relevancia de esta agenda de investigación es incuestionable, considerando que países relativamente pobres y en algunos casos poco dotados en materia de recursos naturales, lograron mejoramientos sustanciales en los niveles de vida de su población. De la revisión de estas experiencias resultaba evidente que una adecuada comprensión de los factores que intervienen en dar forma a un cuadro de crecimiento alto y sostenido podría acarrear efectos sustanciales sobre economías que por un largo tiempo han permanecido en un estado de pobreza.

Es en esta perspectiva en la que Lucas (1988) formula un juicio ampliamente reiterado en textos y artículos, a través del cual subraya la importancia práctica de la agenda de investigación en esta área: “*Las consecuencias que este tipo de cuestiones entrañan para el bienestar humano son sencillamente estremecedoras. Una vez que uno empieza a pensar en ellas es difícil pensar en otra cosa*”¹⁴. Parece algo extremo y sesgado concluir de aquí que los ciclos económicos son irrelevantes.

¹² Al respecto véase Romer (1986 y 1994).

¹³ Lucas (1988), entre otros.

¹⁴ Lucas (1988), pp. 5

Una interpretación más ponderada del mencionado juicio de Lucas sería que dado los avances alcanzados en el estudio de las fluctuaciones de corto plazo, las dificultades que se perciben en el logro de nuevos progresos en esta área, junto con la enorme rentabilidad social asociada a una mejor comprensión del tema del crecimiento, harían recomendable redoblar los esfuerzos de investigación en esta área respecto de perfeccionamientos, posiblemente marginales, en la consecución de políticas anticíclicas más efectivas. Desde luego, la definición de una agenda de investigación involucra juicios de valor y algún componente de apuesta, la que en este caso parece bien defendida.

Este aparente desinterés por el estudio de los ciclos económicos —al menos dentro de la agenda de trabajo de los economistas “neoclásicos” o de los denominados “economistas de agua dulce”¹⁵— se vio reforzada por dos artículos del propio Lucas, en los que discute la conveniencia de insistir en el estudio de políticas anti-cíclicas óptimas, respecto de una agenda de trabajo concentrada en estudiar los determinantes del crecimiento de largo plazo. En efecto, en Lucas (1988 y 2003) se plantea una función de utilidad de frecuente uso en el estudio de temas macro¹⁶, para establecer cuantitativamente cuál sería el “precio” —en términos de sacrificio de consumo de largo plazo— que estaría dispuesto a pagar un agente representativo con el propósito de estabilizar la trayectoria del consumo. De acuerdo a los cálculos que realiza Lucas, este precio es muy bajo. En otros términos, el beneficio de elevar el consumo de largo plazo es sustancialmente mayor que el de reducir los ciclos del consumo.

No parece razonable concluir del mencionado ejercicio que los ciclos económicos sean necesariamente deseables o que sus costos sean irrelevantes. El argumento de Lucas se refiere a la conveniencia de continuar avanzando en el control de las fluctuaciones respecto de lo que sería un ciclo típico de postguerra en la economía norteamericana, lo que ya constituye una volatilidad relativamente reducida. Ciertamente de aquí no se puede inferir que una severa recesión no ocasione un costo en bienestar importante para el agente representativo de dicha economía. De hecho, parece razonable suponer que una crisis económica aguda podría afectar el marco institucional predominante y con ello las perspectivas de crecimiento de mediano plazo.

En otras palabras, una crisis severa, como la Gran Depresión de los años 1930, provocaría un alto costo en bienestar, el que sería deseable evitar, incluso si ello significa algún sacrificio en términos del consumo de largo plazo¹⁷, en el evento que tal *trade-off* fuese verdadero. Sin embargo, si se trata de evaluar el ciclo típico de post-guerra de la economía norteamericana, variabilidad que el estado del conocimiento en materia del diseño de políticas anticíclicas ya no permite

¹⁵ Calificativo usado para identificar a los economistas de las universidades de Chicago y Minnesota, por la cercanía de éstas con grandes lagos, en contraposición a los de “agua salada” de Boston.

¹⁶ Una función con elasticidad de sustitución constante entre el consumo de diferentes períodos.

¹⁷ Una tarea pendiente es calcular cuál sería ese precio si tal *trade off* verdaderamente existiera. Un punto de vista alternativo es que tal *trade off* no existe y que una recesión aguda sólo refleja un punto fuera de la frontera de opciones eficientes debido a un mal manejo de la política económica.

reducir sustancialmente y que incluso para algunos economistas asociados con la Teoría Real de las Fluctuaciones¹⁸, no sería deseable evitar, el punto de Lucas (2003) es que no vale la pena insistir en el estudio de reglas más sofisticadas de política monetaria y fiscal con el propósito de atenuar tales fluctuaciones, sino que convendría enfocar dichos esfuerzos en la búsqueda de una mejor comprensión de las causas del proceso de crecimiento.

La hipótesis de que la profesión habría aprendido lo suficiente para evitar la repetición de episodios como la Gran Depresión fue reiteradamente expuesta por Milton Friedman¹⁹, para quien las investigaciones realizadas respecto a las causas de dicho episodio mostraron claramente la responsabilidad de la autoridad monetaria en el mismo. Establecer correctamente esta responsabilidad permite formular una adecuada estrategia de respuesta para evitar la repetición de un cuadro similar.

La vigencia del estado del conocimiento alcanzado tras las investigaciones realizadas por Friedman respecto a las causas de la Gran Depresión ha sido defendida en la revisión que realiza Lucas (1994) de la “Historia Monetaria” de Friedman y Schwartz y en el análisis de dicho episodio que se elabora en Bernanke (2002). De hecho la energía con la que reaccionó la Reserva Federal ante al *crash* bursátil de octubre de 1987, ante la crisis del LTCM y frente a los signos de colapso en la cadena de pagos de la norteamericana que se observó a mediados del 2008, reflejan claramente la vigencia y utilidad del conocimiento adquirido por la profesión luego de la Gran Depresión.

Resultaría válido preguntarse ¿por qué entonces la economía norteamericana transitó por el borde de una depresión a mediados del año 2008? ¿Sería porque las enseñanzas obtenidas del estudio de los ciclos económicos —lideradas por Lucas y el propio Friedman— no eran suficientes?

Para algunos economistas, como Krugman y De Long, la cercanía con una nueva depresión que observó la economía norteamericana en el segundo semestre del 2008 confirma la tendencia a la inestabilidad de las economías de mercado que no cuentan con un fuerte aparato regulatorio. Por otro lado, en este episodio se confirmarían las debilidades de los conocimientos alcanzados en el ámbito de la macroeconomía, o más específicamente, de la teoría monetaria, por cuanto sólo se logró superar dicha amenaza tras la aplicación de una fuerte dosis de la vieja medicina keynesiana. Esto es, de un fuerte impulso fiscal apoyado por la política monetaria.

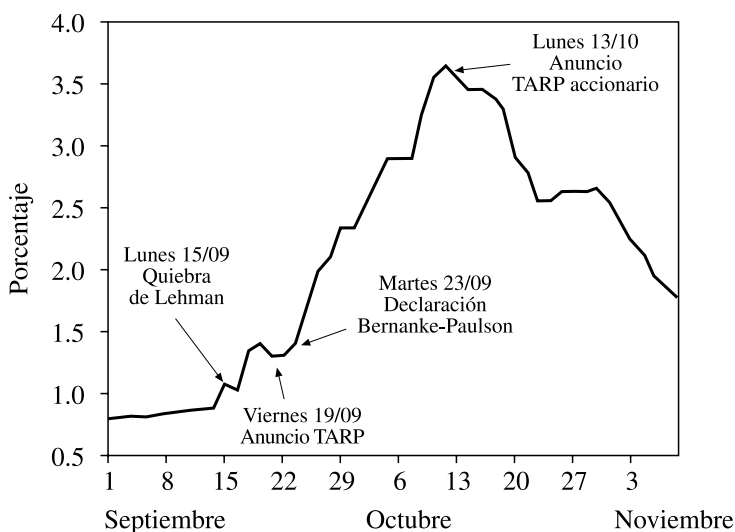
Probablemente aquí se encuentra uno de los aspectos esenciales del debate que se producirá en la academia en los próximos años, el que sólo se resolverá con un trabajo empírico riguroso. No obstante ello, una mirada cuidadosa a los datos permite sostener una interpretación diferente a la asociada al enfoque keynesiano tradicional. En efecto, una revisión de los indicadores de *stress* financiero —particularmente al *spread* entre la tasa Libo y la tasa de los préstamos *overnight* de la Reserva Federal

¹⁸ Al respecto véanse Kydland y Prescott (1982) y Prescott (1986).

¹⁹ Por ejemplo, véase Friedman (2005).

(OIS²⁰)— muestra un salto tras la quiebra de Lehmann Brothers, el que se amplifica fuertemente tras la presentación al Senado de los Estados Unidos del programa de saneamiento del sistema financiero identificado como TARP²¹ (Véase la Figura 1). Cabe recordar que dicho programa fue duramente criticado por la vaguedad de sus planteamientos, lo que aparentemente era el reflejo de los conflictos existentes al interior del sistema político, respecto de cómo debía ser enfocado el programa de saneamiento del sistema financiero. Recordemos que para algunos parlamentarios la estrategia adecuada era intervenir los bancos en dificultades, mientras que para otros, la estrategia apropiada era proveer los recursos adecuados para superar la crisis, estableciendo alguna agenda de pagos de los mismos.

FIGURA 1
SPREAD ENTRE LAS TASAS LIBO Y OIS



Fuente: Extraído de Taylor (2009)

Nota: OIS corresponde a la tasa de préstamos overnight de la Reserva Federal.

De hecho sólo se logra reducir el *stress* y la consecuente amenaza del colapso cuando se presenta un nuevo plan, junto con la inyección de un cuantioso aumento de la liquidez —siguiendo las clásicas recomendaciones de Friedman y Schwartz (1963)— lo que aleja la amenaza de la estatización de la banca y define un camino más o menos claro para abordar los problemas del sector financiero.

Desde el punto de vista conceptual, la sucesión de hechos y problemas que muestra la estrategia seguida en los Estados Unidos para abordar la crisis

²⁰ *Overnight Index Swap*.

²¹ Las siglas TARP describe el *Trouble Asset Relief Program*.

financiera no hace más que revalorizar el diagnóstico planteado por el célebre economista de la Universidad de Chicago, Henry Simons (1936) en la primera mitad del siglo pasado. Para Simons, la existencia de una organización financiera basada en una convertibilidad plena de los pasivos de los intermediarios —en su argumentación, de los bancos— mientras los activos tienen un valor esencialmente contingente a la marcha de la economía, constituye una fuente de inestabilidad. Por otro lado, tal organización no ofrece mecanismos de ajuste eficaces para el sistema financiero, siendo en definitiva una decisión discrecional de las autoridades de turno lo que define las características del proceso de ajuste de la banca en presencia de un deterioro importante en su situación patrimonial. Como es obvio y esta experiencia vuelve a confirmarlo, el camino que finalmente se adopte en la configuración de un programa de capitalización de la banca no estará exento de controversias políticas, lo que puede demorar su implementación y con ello agudizar la crisis. Posiblemente una de las áreas que adquirirá importancia dentro de la agenda futura de investigación en macroeconomía es precisamente el diseño de mecanismos de ajuste eficaces para el sistema financiero.

3.2 Modelos en Macroeconomía: ¿Instrumentos vs. Objetivos?

En lo que se refiere al segundo gran tema de la agenda de trabajo en macroeconomía, cual es el desarrollo de un marco analítico más riguroso para el estudio de los temas propios de esta área de trabajo —el que se refleja con fuerza en los programas de estudio de postgrado en las principales universidades— parece importante señalar que por varias décadas éste ha sido un objetivo común de la profesión. De hecho una de las consecuencias más visibles y celebradas de la “revolución keynesiana” fue la formulación explícita de modelos que ella produjo, gracias al instrumental IS-LM y el desarrollo de la econometría.

El cuestionamiento a estos modelos derivado del episodio de alta inflación y desempleo de comienzos de los años 1970 dio origen a nuevas teorías de la oferta agregada de corto plazo —en el marco de la “revolución de las expectativas racionales” antes mencionada— e intensificó una agenda enfocada en dar un mayor rigor y coherencia a los modelos en macroeconomía. En particular, se enfatizó la búsqueda de fundamentos microeconómicos de las teorías, tarea que antes habían iniciado —entre otros— Milton Friedman (1957) con la Teoría del Ingreso Permanente y James Tobin (1958) con su formulación para la demanda de dinero. Esta agenda se prolongó en términos del rigor de los modelos, pero en esencia estuvo apuntada a responder las preguntas tradicionales de la agenda de investigación macroeconómica.

El uso intensivo de las matemáticas y la computación en la construcción de modelos dirigidos a estudiar temas de interés macro²² ha originado —tras la irrupción de la crisis— un cierto cuestionamiento hacia la relevancia de esta agenda de trabajo, por cuanto ésta enfatizaría en exceso la construcción de mo-

²² Un texto ilustrativo de esta línea de trabajo es Ljungqvist y Sargent, (2000).

delos abstractos, de alta complejidad, en desmedro de aquellos enfocados en responder preguntas de política económica, tarea que en su momento desempeñó el instrumental IS-LM²³.

En un contexto de intensa interacción entre el desarrollo de las teorías y el uso de un nivel relativamente elevado de matemáticas y de computación, es indudable que existe el riesgo de centrar la discusión en torno a los instrumentos que le dan forma y no en torno a las preguntas que las inspiran. Este riesgo puede ser especialmente elevado en algunos programas de estudios que adopten eventualmente un énfasis excesivo en la exposición de los instrumentos matemáticos y computacionales que le dan forma a las teorías, en desmedro del análisis de la lógica, coherencia e implicancias de política de éstas. Sin embargo, éste no es un defecto inherente a los esfuerzos que colectivamente ha desarrollado la ciencia económica en la búsqueda de un mayor rigor en su trabajo, sino que más bien obedece a una perspectiva errada de algunos economistas o centros académicos. De hecho, en lo esencial la investigación en macroeconomía parece seguir atenta al estudio de los temas propios del área, los que tienen una conexión directa con los problemas del mundo real que predominan en la agenda de política económica de los gobiernos.

3.3 La Nueva Síntesis Keynesiana

Finalmente, un tema que alcanzó importancia dentro de la agenda de investigación en macroeconomía en las últimas décadas fue precisamente el diseño de reglas de política monetaria eficaces para el logro de un cuadro de estabilidad. Como se mencionó antes, la sensación predominante en un segmento importante de la profesión, tras el desarrollo y popularización de la regla de Taylor y la posterior NSK, fue que se había dado un paso importante en la consecución del objetivo planteado.

Esta línea de investigación se estructuró en torno a dos premisas básicas: i) la inestabilidad de la demanda por dinero, lo que no hace recomendable enfocar el ejercicio de la política monetaria en torno a indicadores de cantidad, como el comportamiento de los agregados monetarios, sino que sobre la base de los movimientos de la tasa de interés sobre los préstamos de corto plazo (TPM), que realizan los bancos centrales; ii) la existencia de flexibilidad imperfecta en precios y/o salarios, lo que hace recomendable una respuesta flexible de la política monetaria a los *shocks* que pudieran golpear la economía, de modo de atenuar las fluctuaciones del producto y el empleo.

²³ En las palabras de Buiter (2009): “*Most mainstream theoretical innovations since de 1970s (the New Classical rational expectations revolution associated with such names as Robert E. Lucas Jr., Edward Prescott, Thomas Sargent, Robert Barro etc, and New Keynesian theorizing of Michael Woodford and many others) have turned out to be self-referential, inward-looking distractions at best. Research tended to be motivated by the internal logic, intellectual sunk capital and esthetic puzzles of established research programs rather than by a powerful desire to understand how the economy works let alone how the economy works during times of stress and financial instability*”.

La combinación de ambos factores ha llevado a la creciente adopción de metas de inflación²⁴, las que habitualmente se plantean como un objetivo de mediano plazo, de modo de otorgar un grado importante de flexibilidad al manejo de la política monetaria. Este esquema incorpora la idea de “neutralidad de largo plazo” de la política monetaria, al mismo tiempo que se preserva el espacio para reaccionar ante *shocks* imprevistos, los que incluso podrían provocar desviaciones de corto plazo en la trayectoria de la inflación con respecto al nivel objetivo que se hubiese dado la autoridad.

Un ingrediente esencial dentro del funcionamiento de este esquema es el uso de algún tipo de regla de Taylor, como la expuesta en la ecuación (1), que vincula los movimientos de la TPM a las desviaciones que observe la tendencia inflacionaria proyectada respecto al objetivo de la autoridad $E_t[\pi_{t+j}] - \pi^*$; el comportamiento de la brecha de producto estimada $E_t[x_t]$ y el nivel observado por la TPM el período anterior. En esta expresión “ ρ ” indica una estimación de la tasa real de interés, mientras que π^* describe la tendencia inflacionaria actual.

$$(1) \quad TPM_t = (\rho + \pi^*) + \alpha \left(E_t[\pi_{t+j}] - \pi^* \right) + \beta E_t[x_t] + \delta TPM_{t-1}$$

Al revisar la experiencia macroeconómica reciente de Estados Unidos, que constituyó el epicentro de la crisis financiera, se observa, en una primera etapa, un proceso de importante inflación en el precio de los activos, particularmente el de las propiedades, alimentado de una significativa expansión de la liquidez y el crédito, todo lo cual termina con una importante crisis financiera.

Dado que no es evidente la forma en que el marco analítico que plantea la NSK incorpora dichas variables, resulta necesario preguntarse ¿en qué medida la omisión de las variables mencionadas en el diseño de la política monetaria no llevó a desatender los desequilibrios que se estaban configurando y que más tarde dieron paso a una crisis financiera importante? En otras palabras, ¿es razonable cuestionar el desarrollo de la macroeconomía, o lo que corresponde es una crítica a determinadas teorías que inspiraron un manejo monetario que creó las condiciones para el desarrollo de la crisis financiera?

Lucas (2008) desarrolla un cuestionamiento implícito al tipo de modelo característico de la NSK argumentando que la crisis fue consecuencia de un fuerte aumento de la oferta de liquidez por parte de intermediarios financieros no bancarios, el que alimentó una fuerte expansión del precio de los activos y consecuentemente en la exposición al riesgo del sistema financiero en su conjunto. Para Lucas bajo el espíritu de la Ley Glass-Steagall de 1933 —que separaba la banca tradicional de la “de inversión”— se estableció un seguro de depósitos en los “bancos comerciales” sobre los pasivos de los bancos, el que fue defendido a través de una cuidadosa supervisión oficial. Esta impedía pagar interés sobre

²⁴ Una buena síntesis de la investigación reciente en el área se encuentra en Loayza y Soto (2002).

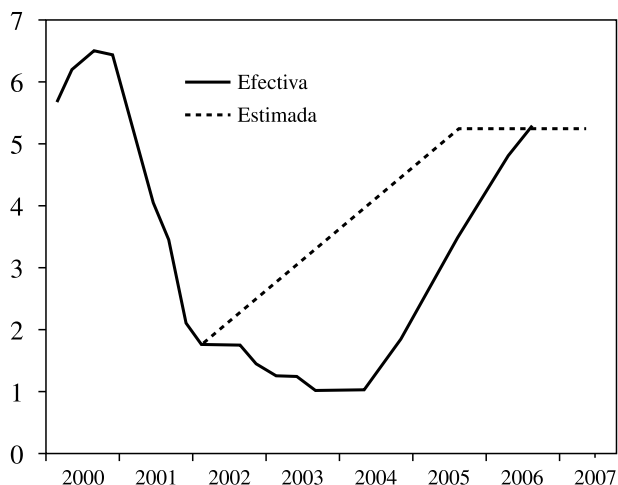
los depósitos en cuenta corriente²⁵, al tiempo que tampoco se remuneraban las reservas bancarias. Por otro lado, los bancos de inversión no estaban protegidos por el seguro de depósitos, pero podían ofrecer tasas de interés por los pasivos líquidos, lo que a partir de los 1980 promovió un intenso traslado de fondos hacia los bancos de inversión y otros intermediarios no bancarios que configuraban los *Money Market*, diluyéndose el efecto de la supervisión, en tanto se acrecentaba este sector. Así, para Lucas, en esta crisis financiera se reprodujo un cuadro similar al de la Gran Depresión, en términos de los riesgos envueltos: a la fuerte expansión previa de la liquidez y del precio de los activos, siguió la amenaza de un colapso en una parte importante de los intermediarios que producían la liquidez de la economía, para los que no existía un seguro de depósitos. En definitiva, fue un tradicional ciclo de política monetaria, crédito y malas inversiones, del tipo planteado por Hayek (1933).

Para Lucas, este tipo de organización financiera que se configuró en la práctica, dio origen a una paralización del mercado del crédito del tipo habitual existente hasta la “Gran Depresión”, el que no se resolvió hasta que la Reserva Federal expandió agresivamente la oferta monetaria. Desde esta perspectiva, sería interesante discutir en los próximos años si el actual episodio de crisis financiera constituye una nueva rehabilitación de la teoría monetaria del ingreso nominal, en tanto una correcta medición del dinero habría establecido la configuración de presiones sobre el crédito y el precio de los activos, las que finalmente precipitaron una crisis. En lo que se refiere a los efectos de la crisis y los mecanismos de propagación envueltos, los clásicos planteamientos de Irving Fisher (1933) y Henry Simons parecen plenamente vigentes.

Alternativamente, otros economistas han defendido la validez de las estrategias de política monetaria identificadas con la aplicación de algún tipo de regla de Taylor, cuya fundamentación conceptual se encuentra en la NSK, sobre la base que la crisis se puede explicar como el resultado del alejamiento de las prescripciones de política monetaria que de aquí surgen. Así, para John Taylor (2009), desde mediados del 2001 se observa una desviación significativa entre la TPM establecida por la Fed y la que surge de la aplicación de una regla de Taylor (Ver la Figura 2). Si bien esta interpretación es conceptualmente similar a la que surge del análisis que realiza Lucas (2008), existen diferencias importantes de énfasis y marco analítico, las que seguramente serán abordadas por la investigación que se realice en los próximos años. En cualquier caso, es difícil sostener que el tipo de preguntas y supuestos que inspiraron la investigación en el campo de la política monetaria en las últimas décadas haya sido una pérdida de tiempo. Por el contrario, cabría esperar que de una rigurosa evaluación de las causas que han intervenido en este episodio se pueda lograr nuevos progresos sobre la base de la agenda que se configuró en las últimas décadas y cuyos pilares básicos son el supuesto de neutralidad de largo plazo de la política monetaria y agentes racionales.

²⁵ Depósitos a la vista.

FIGURA 2
TASA DE FONDOS FEDERALES
(Efectiva vs Estimación Contrafactual de Taylor)



Fuente: Extraído de Taylor (2007).

4. ¿UNA CRISIS INESPERADA?

Los cuestionamientos hacia la estrategia de trabajo predominante en macroeconomía en los últimos treinta años han sido bastante generales y por lo mismo poco elaborados²⁶. En lo sustancial, estos han apuntado a un fracaso de los modelos y teorías predominantes en advertir la inminencia de una crisis financiera, lo que hubiera permitido evitarla. Para los críticos, la combinación del supuesto de mercados eficientes con el desarrollo de complejos modelos dinámicos de equilibrio general, llevó a soslayar la presencia de los desequilibrios y distorsiones que gatillaron este episodio. Como se indicó, para algunos críticos de la línea de trabajo que se ha configurado en las últimas décadas frente a un cuadro de severa crisis financiera los economistas modernos no tenían soluciones que ofrecer, lo que hizo necesario usar las viejas recetas de teorías en descrédito, como el “keynesianismo” tradicional, ilustrado por el instrumental IS-LM ‘a la Hicks’. Esto explicaría el fuerte estímulo fiscal y monetario implementado por numerosos países en respuesta a la crisis.

En general, no es posible sostener que las teorías e instrumentos desarrollados por la Economía en las últimas décadas impidieron anticipar la crisis. De hecho se desarrollaron diversos trabajos y seminarios en lo que se analizó la posibilidad de la misma, a partir de un cuidadoso análisis de la información

²⁶ Al respecto véase la controversia entre Krugman (2009) y Cochrane (2009).

disponible. En este sentido, resulta particularmente claro y elocuente el artículo —ya mencionado— de Rajan (2005) donde advierte acerca de los riesgos que planteaba la evolución que observaba el sistema financiero norteamericano, en el que se apreciaba una fuerte expansión de la demanda interna de corto plazo, alimentada en una inflación en el precio de los activos. Para Rajan (2005), las bajas tasas de interés que prevalecieron durante buena parte de la presente década —en un contexto de abundante liquidez— impulsó la toma de mayores riesgos por parte de los inversionistas. Desde esta perspectiva, lo que *ex post* se percibe como un mercado financiero ineficiente, en tanto asumió un volumen excesivo de riesgo, *ex ante* encuentra su explicación en una combinación de política monetaria y fiscal que promovió la toma de riesgos excesivos y con ello la inflación de precios de activos. Una pregunta que surge al evaluar esta estrategia monetaria es ¿qué fue lo que llevó a sostener tasas de interés persistentemente bajas en el período? La respuesta se encuentra en presiones inflacionarias contenidas, las que en algún momento amenazaron con transformarse en presiones deflacionarias.

Por otro lado, en el *World Economic Outlook* del año 2006 el FMI examina los riesgos que involucraba el fuerte desarrollo observado en los mercados hipotecarios de diversas economías. En él se señala que el aumento experimentado por el sector inmobiliario en economías como la norteamericana, en un contexto donde la liquidez de las propiedades había aumentado debido al desarrollo financiero, conspiraba con aumentar los riesgos asociados a un *shock* adverso sobre dicho sector y esto se reflejaba en un aumento del efecto acelerador financiero. No obstante, dicho informe indica que la sensibilidad del sector hipotecario de los Estados Unidos a la política monetaria habría aumentado, lo que implícitamente sugiere un camino de corrección para el crecimiento excesivo del mencionado sector. Otros estudios desarrollados por la Reserva Federal reflejaban la inquietud por el fuerte crecimiento experimentado por el sector inmobiliario, mostrando una cierta relación entre el comportamiento de M3 y el precio de las propiedades²⁷. También estudios de economistas del *Bank of International Settlements* (BIS) advirtieron respecto de la fragilidad financiera de la economía norteamericana²⁸, lo que haría necesario algún tipo de ajuste en el futuro próximo, junto con cambios en el enfoque de política económica respecto a este sector.

Las causas detrás de este escenario sin inflación y eventualmente con presiones deflacionarias, son diversas. En Greenspan (2004) se indica la ganancia en reputación de la Reserva Federal tras la aplicación de un drástico programa de estabilización liderado por Paul Volcker a fines de los 1970 y comienzos de los 1980. En Greenspan (2007) se menciona la existencia de ganancias de productividad originadas en un importante proceso de innovación tecnológica, el que repercutió en el sector servicios de la economía. A estas interpretaciones cabe añadir el efecto de una fuerte expansión del comercio internacional, como

²⁷ Por ejemplo, véase Ferguson (2005).

²⁸ Al respecto véase Borio y White (2003).

resultado de la incorporación al mismo de economías como las de China, India y las que antes formaron parte de la Unión Soviética. Sin pretender llevar a cabo una discusión acerca de los méritos relativos de diferentes estrategias de política monetaria, es importante recordar que uno de los problemas inherentes a la adopción de un esquema de metas de inflación radica en los ciclos de dinero y crédito que pueden originarse en presencia de *shocks* reales transitorios. Parece razonable conjeturar que una parte de la explicación del ciclo de créditos y precios de activos se encuentra en dicha combinación de objetivos inflacionarios y *shocks* reales. Si esta hipótesis es correcta, no se puede atribuir a un fracaso de la ciencia económica sino a deficiencias inherentes a uno de los muchos modelos que pueden originarse a partir de un cierto estado de desarrollo del conocimiento en el área. En otras palabras, es un problema de ciertas teorías que la misma ciencia económica puede remediar con el conjunto de conocimientos disponible a lo que se añade esta nueva evidencia. Algo similar ocurre en otras ciencias.

Si bien *ex post* parecería injustificado que las autoridades económicas norteamericanas no hubiesen reaccionado con energía ante los signos de desequilibrio que mostraba esta economía en los años previos a la irrupción de la crisis, *ex ante* los signos eran algo más confusos, sin pretender con esto desestimar la validez de algunas de las críticas al manejo macroeconómico de los Estados Unidos en la última década. De hecho, si se trata de enumerar el conjunto de factores que intervinieron en la configuración de una aguda crisis financiera, es fácil detectar la influencia de las políticas públicas adoptadas en este país en las últimas dos décadas. Así, mientras a mediados de los 1990 se resolvió impulsar el desarrollo de las hipotecas de alto riesgo —*subprime*— a través de los agentes *Freddie Mac* y *Fannie Mae*, a partir de comienzos de la presente década se observa un fuerte aumento del déficit fiscal, junto con un persistente desbalance en la cuenta corriente de la balanza de pagos, el que indica un exceso de gasto en la economía norteamericana, lo que origina una presión al alza en el precio de los bienes no transables y en activos como los inmobiliarios.

Es importante señalar que no obstante la amenaza a la estabilidad macroeconómica que involucra un elevado y persistente déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, en los últimos años se plantearon diversas interpretaciones respecto a la naturaleza y riesgos asociados a éste. Así, para Caballero²⁹ dicho déficit fue el reflejo de una escasez global de instrumentos de ahorro, cuestión que se agudizó con el fuerte crecimiento experimentado por un grupo de economías emergentes, particularmente de China, Corea y otras economías asiáticas. Desde esta perspectiva, al menos una parte de la presión que se produjo sobre el precio de los activos de esta economía —dentro de éstos las propiedades— fue una respuesta a una escasez global de instrumentos de ahorro y a las ventajas comparativas de la economía norteamericana en la producción de éstos. Luego, un escenario de dólar fuerte y una persistente inflación en el precio de los activos —en este caso de las propiedades— no era fácilmente identificable una “burbuja”, no obstante

²⁹ Al respecto véase Caballero *et al.* (2008 y 2009).

las acciones deliberadas de las autoridades en orden a impulsar las hipotecas de alto riesgo, como se indicó antes.

Más allá de las controversias respecto a las características del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los Estados Unidos, es claro que la crisis no detonó por causa de este desequilibrio. Por el contrario, a pesar de las predicciones de algunos economistas en cuanto a que éste sería verdaderamente “el talón de Aquiles” de la economía norteamericana, en la gestación de la crisis no parece haber tenido responsabilidad, excepto en lo que pudiera haber añadido al aumento del precio de los activos. Sin embargo, en el período que siguió a la irrupción de ésta, la demanda por activos norteamericanos se ha mantenido vigorosa.

Frente a la fuerte expansión observada por el mercado de las hipotecas de alto riesgo en los Estados Unidos caben dos preguntas: i) ¿se podía haber evitado este proceso por parte de la Reserva Federal? Unida a esta primera pregunta hay otra, que apunta a establecer los riesgos de esta estrategia de actuar sobre aparentes “burbujas” de precios de activos; ii) ¿qué nivel de conocimiento tenían los reguladores respecto de los riesgos que se estaban incubando en el mercado financiero norteamericano como consecuencia del desarrollo de las hipotecas de alto riesgo? A partir de aquí cabe preguntarse ¿hasta qué punto puede actuar efectivamente un proceso de supervisión de mercado si no se promueve la entrega oportuna de información adecuada?

En lo que se refiere a i), la opinión predominante en la FED —conocida como la doctrina Greenspan-Bernanke³⁰—, fue que no era aconsejable intervenir para “pinchar” burbujas, sino que reaccionar a los efectos de su reventón, lo que con la perspectiva que da haber atravesado por la crisis financiera que originó el desplome del sector hipotecario de los Estados Unidos, cabe suponer dará lugar a un intenso debate respecto a la conveniencia de dicha estrategia.

Como se indicó, es razonable suponer que se producirá un cierto grado de controversia y la consecuente investigación respecto a cuál debe ser el marco analítico adecuado para sustentar el diseño de política monetaria. Desde luego, ello involucra una discusión respecto a los méritos de los modelos inspirados en la NSK y también en torno a cuál debe ser el objetivo último de esta política, para eventualmente incluir el precio de ciertos activos u otros indicadores.

Si la economía norteamericana hubiese ingresado en un proceso de recesión moderada para resolver los excesos que mostraba su sector financiero —en términos de alto endeudamiento o de gasto agregado, reflejados en el déficit de la cuenta corriente— es razonable suponer que no se habría producido un intenso cuestionamiento a la agenda de trabajo predominante en macroeconomía. Lo que fue verdaderamente perturbador fue el cuadro de aguda turbulencia financiera observado entre septiembre y octubre del año 2008 —particularmente tras la presentación al Senado del proyecto TARP, como se indicó antes— y

³⁰ Al respecto véase Bernanke y Gertler (2001).

esto fue lo que cambió el nivel de severidad de la crisis³¹. Es en esta etapa donde se produce la verdadera “sorpresa” —en un sentido “lucasiano”— con los consecuentes efectos reales, como resultado de las dificultades que encontró la autoridad económica norteamericana para lograr un acuerdo político que permitiera reaccionar de un modo ágil y eficiente a la crisis, a lo que se añadió un importante grado de impericia³².

Finalmente, no es claro ni fácil de explicar la pasividad observada por la extensa red de organismos que regulan el mercado financiero norteamericano frente al sostenido aumento experimentado por el precio de las propiedades en dicha economía. Ciertamente, la actual crisis financiera de las economías industrializadas reavivará el interés por estudiar numerosos aspectos vinculados al funcionamiento del mercado financiero y en particular, en lo que se refiere a su relación con el desempeño macro de una economía. Esto es una consecuencia lógica de la crisis y de modo alguno representa un cuestionamiento a una agenda de trabajo hasta ahora predominante.

5. CONCLUSIONES

La severa crisis financiera que han enfrentado las economías industrializadas en los últimos años —particularmente la de los Estados Unidos— ha promovido un importante cuestionamiento a la agenda de investigación que mayoritariamente se configuró en macroeconomía en los últimos treinta años. Estas críticas —algo dispersas aun y mayoritariamente planteadas a través de medios de prensa y blogs, lo que las hace bastante generales— han apuntado a una aparente desvinculación entre el trabajo académico en esta área y los desafíos que plantea la administración de la política económica. Así, para los críticos la investigación en macroeconomía ha estado dominada por la construcción de modelos abstractos, alimentados por supuestos irreales, lo que en poco ayuda a anticipar y resolver situaciones de crisis financiera como la de los últimos años.

Si bien resulta incuestionable que la actual crisis ha dejado en evidencia numerosas tareas pendientes para el trabajo de investigación en ésta área, en particular, en lo que se refiere al estudio de la interacción entre el mercado financiero y el desempeño macroeconómico, no parece razonable desconocer los progresos que ha logrado la profesión en términos de un mayor conocimiento respecto a temas tan importantes como el crecimiento y los ciclos económicos. Por otro lado, lo que para algunos se visualiza como un exceso de abstracción e irrealismo de los modelos, en la realidad representa un esfuerzo colectivo por dar un mayor rigor y generalidad a las conclusiones que emergen del proceso de investigación.

³¹ No obstante lo cual para el año 2009 se proyecta una caída del PIB de los Estados Unidos del orden de 2,5%, lo que parece exiguo en comparación con las consecuencias de la Gran Depresión.

³² De hecho, el disímil tratamiento a los problemas observados por instituciones como *AIG*, *Bear Stearns* y *Lehmann Brothers*, ilustra con elocuencia el tipo de ruidos originado por las intervenciones de la autoridad.

Parece razonable suponer que parte de las críticas hacia la agenda de trabajo en macroeconomía son una reacción al “triumfalismo” imperante en los años noventa, cuando parecía haber sido descubierta la receta para acabar con los ciclos económicos y con la inflación. Aun cuando es incuestionable que la actual crisis llevará a revisar los modelos predominantes en macroeconomía, en especial, aquellos que se refieren al diseño de política monetaria y su relación con el ciclo económico, parece aventurado suponer que la discusión posterior a la crisis llevará a un cuestionamiento de los pilares básicos de la Ciencia Económica, como el supuesto de agentes optimizadores y/o de la habitual eficacia de los mercados como herramienta para asignar recursos. Así, si bien parece razonable esperar que nueva evidencia lleve a reexaminar la validez de las teorías disponibles, de aquí no se desprende que la estrategia seguida en las últimas décadas para formular y evaluar teorías sea errada.

Con relación a la génesis de la crisis financiera y el eventual fracaso de la profesión para anticipar este episodio, parece necesaria una mayor perspectiva, la que provendrá naturalmente de nuevas investigaciones y de una mayor desvinculación en el tiempo entre estas y la discusión contingente de opciones de política. No obstante ello, se puede sostener de diversos estudios advirtieron —algunos años antes— que la economía norteamericana estaba transitando por un camino de alto riesgo. Para algunos las amenazas provenían de un alto déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, lo que planteaba el riesgo de una violenta devaluación del dólar. Otros advirtieron el riesgo asociado a un sostenido aumento de la deuda interna norteamericana. Notablemente Rajan y algunos estudios del BIS apuntaron a los peligros que evidenciaba la organización financiera vigente.

Sin embargo, el paso entre un ciclo recesivo, en cierta forma habitual en las economías descentralizadas, y una crisis financiera es ciertamente menos claro. Aquí nos encontramos con algunos economistas que sostienen que dicho paso hacia el borde de una depresión se origina en errores en la administración de los signos de dificultades del mercado financiero por parte de la política económica, lo que pudo evitarse gracias a los conocimientos obtenidos por la profesión tras el estudio riguroso de las causas de la Gran Depresión. Por el contrario —repitiéndose las controversias que siguieron dicho episodio— otros economistas³³ han subrayado la inestabilidad de los mercados financieros, dominados por algún tipo de “efecto manada”, “manías” o “pánicos”, del tipo planteado por Kindleberger (1978). Ciertamente hay muchas preguntas sin una respuesta convincente que surgen de este episodio, sin embargo, no parece razonable sostener que la profesión no se encuentra equipada para dar respuesta a éstas. Sostener ello sería equivalente a afirmar que la investigación en Medicina desvió el rumbo, por cuanto no existían remedios para afrontar una inesperada crisis de influenza humana.

³³ Al respecto, véase por ejemplo Akerlof y Shiller (2009).

REFERENCIAS

- Akerlof, G. A. y R. J. Shiller (2009), *Animal Spirits: How Human Psychology Drives The Economy and Why It Matters For Global Capitalism*, Princeton University Press
- Álvarez, F., R.E. Lucas Jr. y W. Weber (2001), "Interest Rates and Inflation", *American Economic Review*, 91(2):219-225.
- Ball L. y R. Tchaizde (2002), "The Fed and the New Economy", *American Economic Review*, 92(2):108-114.
- Bernanke, B., M. Gertler y S. Gilchrist (1999), "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework", en J.B. Taylor y M. Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, Vol. 1-C, North Holland
- Bernanke, B. y M. Gertler (2001), "Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?", *American Economic Review*, 91(2):253-257.
- Bernanke, B. (2002), "On Milton Friedman's Ninetieth Birthday", in: Remarks at the Conference to Honor Milton Friedman, University of Chicago.
- Borio, C. y W. White (2003), "Whiter Monetary and Financial Stability?: The Implications of Evolving Policy Regimes", en "Monetary Policy under Uncertainty: Adapting to a Changing Economy", Symposium Sponsored by the Federal Reserve of Kansas City, on Jackson Hole.
- Buiter, W., "The unfortunate uselessness of most 'state of the art' academic monetary economics", *Financial Times*, 3 de Marzo de 2009.
- Caballero, R.J., E. Farhi y P.-O. Gourinchas (2008), "Financial Crash, Commodity Prices and Global Imbalances," NBER Working Papers 14521.
- Caballero, R.J. y P. Kurlat (2009), "The "Surprising" Origin and Nature of Financial Crises: A Macroeconomic Policy Proposal", en "Financial Stability and Macroeconomic Policy", Symposium Sponsored by the Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole.
- Clarida, R., J. Gali y M. Gertler (1999), "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Perspectives*, 37(4):1661-1707.
- Cochrane, J.H. (2007), "Identification with Taylor Rules: A Critical Review", Mimeo, Booth Graduate School of Business, University of Chicago.
- Cochrane, J.H., "How Did Paul Krugman Get it so Wrong", 16 de Septiembre de 2009, URL: <http://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane>.
- Ferguson, R.W. (2005), "Asset Prices and Monetary Liquidity: Remarks", Seventh Deutsche Bundesbank Spring Conference, Berlin, Germany.
- Fischer, I. (1933), "The Debt-Deflation Theory of the Great Depression", *Econometrica* 1, 337-357.
- Fondo Monetario Internacional (2005), "How Has Globalization Affected Inflation", World Economic Outlook, FMI.
- Fondo Monetario Internacional (2007), "The Changing Housing Cycle and the Implications for Monetary Policy", World Economic Outlook, FMI.
- Friedman, M. (1957), *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press.
- Friedman, M. (2005), "A Natural Experiment in Monetary Policy Covering Three Episodes of Growth and Decline in the Economy and the Stock Market", *Journal of Economic Perspectives*, 19(4): 145-150.
- Friedman, M. y A.J. Schwartz (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press.

- Goodhart, C.A. y B. Hofmann (2000), "Do Asset Prices Help to Predict Consumer Price Inflation?" Manchester School, University of Manchester, 68(sup):122-40.
- Goodhart, C.A. y B. Hofmann (2002), "Asset Prices and the Conduct of Monetary Policy", No 88, Royal Economic Society Annual Conference 2002, Royal Economic Society.
- Greenspan, A. (2003), "Remarks" Symposium "Monetary Policy under Uncertainty", Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Greenspan, A. (2004) "Risk and Uncertainty in Monetary Policy", Meetings of the American Economic Association, San Diego, California, January.
- Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, The Penguin Press.
- Hayek, F.A. (1933), "Price Expectations, Monetary Disturbances and Malinvestments", reimpreso en *Profits, Interest and Investment*, London.
- Kindleberger, Ch.P. (1978), *Manias, Panics and Crashes, A History of Financial Crises*, Basic Books, New York.
- Krugman, P., "How Did Economists Get It So Wrong?", *New York Times*, 2 de Septiembre de 2009.
- Kydland, F. y E.C. Prescott (1982), "Time to Build Aggregate Fluctuations", *Econometrica*, 50(3):1345-1379.
- Ljungqvist, L. y T.J. Sargent (2000), *Recursive Macroeconomic Theory*, The MIT Press.
- Loayza, N. y R. Soto (2002), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Central Bank of Chile.
- Lucas, R.E. Jr. (1980), "Methods and Problems in Business Cycle Theory", *Journal of Money Credit and Banking* 12(2):696-715.
- Lucas, R.E. Jr. (1988), "On the Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, 22:3-42.
- Lucas, R.E. Jr. (1994), "Review of Milton Friedman and Anna J. Schwartz's 'A Monetary History of the United States, 1867-1960'", *Journal of Monetary Economics*, 34(1):5-16.
- Lucas, R.E. Jr. (2003), "Macroeconomic Priorities", *American Economic Review*, 93(1):1-14.
- Lucas, R.E. Jr. (2008), "The Current Financial Crisis", Presentación en Universidad Torcuato di Tella, Buenos Aires.
- Lucas, R.E. Jr. y T.J. Sargent (1981), *Rational Expectations and Econometric Practice*, University of Minnesota Press.
- Mankiw, N.G. (2001), "U.S. Monetary Policy During the 1990s", Discussion Paper N°1927. Harvard Institute of Economic Research.
- Posner, R., "Exchange among Posner, Lucas, Fama", URL: http://correspondents.theatlantic.com/richard_posner/, Agosto de 2009.
- Prescott, E.C. (1986), "A Theory Ahead of Business Cycle Measurement", Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Rajan, R. (2005), "Has Financial Development Made the World Riskier?" en "The Greenspan Era: Lesson for the Future", Symposium Sponsored by the Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole.
- Romer, P. (1986), "Increasing Returns and Long-Run Growth", *Journal of Political Economy*, 94, 1002-1037.
- Romer, P. (1994), "The Origins of Economic Growth", *Journal of Economic Perspectives*, 8(1):3-22.

- Simons, H. (1936), "Rules versus Authorities in Monetary Policy," *Journal of Political Economy*, 44:1-30.
- Summers, L. (2005), "General Discussion: Has Financial Development Made the World Riskier" en "The Greenspan Era: Lesson for the Future", Symposium Sponsored by the Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole.
- Taylor, J. B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195-214.
- Taylor, J.B. (1999), "The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Setting by the European Central Bank", *Journal of Monetary Economics*, 43,655-679.
- Taylor, J.B. (2002), "A Half Century of Changes in Monetary Policy", Conference in Honor of Milton Friedman, University of Chicago.
- Taylor, J. B. (2007), "Housing and Monetary Policy" en Housing, Housing Finance and Monetary Policy, Symposium Sponsored by the Federal Reserve of Kansas City, Jackson Hole.
- Taylor, J. B. (2009), "The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong", NBER Working Paper 14631.
- Tobin, J. (1958), "Liquidity Preference as Behavior Toward Risk", *Review of Economic Studies* 25, 65-86.
- Woodford, M. (2003), *Interest & Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press.
- Woodward, B. (2001), *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*, Touchtone Edition.